

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## IMF は新興市場国の債務問題解決へより積極的な関与を<sup>1</sup>

### アルゼンチン債務問題解決の問題点を考える

(財)国際通貨研究所

専務理事 浅見 唯弘

#### 1 始めに

アルゼンチンは 2001 年 12 月に民間からの債券調達による対外債務 810 億ドル（以下民間債務と呼ぶ）の債務不履行に陥った。また、45 億ドルに上る二国間政府債務の利払いも停止したが、国際通貨基金（IMF）や世界銀行などの国際金融機関に対するおよそ 300 億ドルの利払いは継続している。昨年 9 月、アルゼンチン政府は、民間債務元本を名目 75%削減する債務再編案を公表し、その中で債務不履行に陥った債務元本にかかわる延滞金利を支払わないとした。以来アルゼンチン政府は、一貫して民間債権者との交渉を拒否するとともに、債務不履行に陥った債券と交換する新たな債券（exchange offer）を近い将来発行すべく準備中である。民間債務の合計額は、200 億ドルを上回る延滞金利を加えると 1,000 億ドルを超え、アルゼンチン政府の抱える対外債務総額の約 1,500 億ドルの 3 分の 2 を占めている。

このような巨額の対外債務問題を抱えるに至った原因は、アルゼンチン政府のマクロ経済運営の誤りにあるが、その背景としては、アルゼンチン政府が 1991 年に導入したペソと米ドルとを等価でペッグさせた Convertibility Plan と呼ばれるカレンシー・ボード制にさかのぼる。この制度は、当初順調に機能したものの、生来の性質である柔軟性の欠如や、財政の不均衡問題が特に 90 年代後半においてなおざりにされたことから持続することが困難となった。この政策上の誤りの責任は第一義的にはアルゼンチン政府にあるが、90 年代に継続的に融資を行った IMF の対応にも不備があり、結果として 2001 年の金融危機につながったと考えられる。IMF の独立評価局が最近発表した報告書は、「アルゼンチンに対する融資に付されたコンディショナリティが甘く、それらが満たされていないにもかかわらず融資が継続された」と述べている。また、「IMF はサーベイランスによって同政府が選択し

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1134 号（2004.11.1）に掲載されたものである。

た政策が経済の脆弱性をもたらす事実を指摘できず、不適切な政策をあまりに長期間支持し続けるという過ちを犯した。」と言及している<sup>2</sup>。

ソブリン債務の再編においては、債務国が IMF のスタンドバイ融資のコンディショナリティを満たし、IMF が定める債務再編にかかわる諸原則を遵守することが前提である。アルゼンチン政府は基礎的財政黒字の目標値等 IMF のスタンドバイにかかわるコンディショナリティを満たしておらず、IMF が定めた債務再編に関する規定も遵守していない。本稿は、アルゼンチンの債務問題との関連において、ソブリン債務再編問題の解決に関する IMF の政策方針となっている「ソブリンの民間債務に支払い遅延がある際における IMF 融資の実行」(lending into arrears と称する)を強化する必要性につき考えてみたい。

## 2 新興市場国の対外資金調達態様の変化と債務再編問題の解決

90 年代に入り、新興市場国を取り巻く市場環境は大きく変化した。第 1 に、金融のグローバル化を反映して、民間資金の新興市場国へのフローは株式投資、直接投資及び債券発行など銀行以外の投資家からのフローが急増した。公的資金フローが停滞したため、新興市場国の民間資金フローへの依存度が決定的に高まった<sup>3</sup>。第 2 に、90 年代初頭のブレイディ構想により、既存のソブリン債務が銀行融資から債券形態へ転換されたことを契機に、民間資金フローの証券化が進み、銀行融資が縮小した。民間資金の出し手は、さまざまなタイプの機関と多数の個人からなる債券投資家となった。

このような変化を受け、新興市場国の債務再編に対して、新たな考え方で対処する必要が出てきた。新興市場国がもっぱら銀行融資に依存していた時代は、債務交渉は、国際的に業務を営む比較的限られた数の銀行を代表する諮問委員会との間で行われたので、関係者間の意思疎通は比較的得られやすく、結果的に、債権者間の公平な扱いについて深刻な問題が起きることは少なかった。更に、必要の際は、銀行は短期貿易金融の残高維持や、場合によっては資金不足を補うために new money を拠出することもあった。

銀行に代わって多数の個人投資家を含む債券投資家が新興市場国に対する債権者になると、様相は一変した。債務国にとっては数多くの投資家との意思疎通は困難となった。また民間投資家はさまざまなタイプに分かれるとともに、さまざまな種類の投資商品や異なる投資目的に加え資本市場毎に異なった法的な仕組みの中で、債券投資家の利害を一本化することは容易ではなくなった。

多くの新興市場国で金融危機が起きて以来、IMF、G7 その他公的機関は危機の予防と危機が発生した際の速やかな解決につき検討を行った。その結果、IMF やその加盟国による経済プログラムの公表によって、情報の開示や透明性確保の面では著しい改善が見られた。

<sup>2</sup> IMF Independent Evaluation Office report of June 30,2004, “Evaluation of the Role of the IMF in Argentina, 1991-2001”.

<sup>3</sup> 新興市場国の対外資金調達額 (資料: IIF)

|              | 2002 | 2003 | 2004 f | 2005 f | (単位: 億ドル)  |
|--------------|------|------|--------|--------|------------|
| 民間資金フロー(ネット) | 1250 | 2128 | 2259   | 2293   |            |
| 公的資金フロー(ネット) | -64  | -216 | -199   | -267   | f=forecast |

しかしながら、国際資本市場の変化に対応した危機の予防や解決策のための制度確立の動きは緩慢である。例えば、債券の基本的な支払条件の変更を制度的に可能にする仕組みである集団行動条項（CAC）が、ニューヨーク市場でのメキシコやブラジルによる起債に際しての導入を契機として標準的な手続きとなったのは2003年になってからである<sup>4</sup>。

証券化の進展により複雑さを増しつつある市場に対応するため、ソブリン債務問題解決のための弾力的な枠組みとルールの設定は必要不可欠である。また、債務国政府、債権者、IMFそれぞれの役割と義務について関係者が共通の理解を共有することも重要である。

### 3 IMFの（“lending into arrears”）政策

IMFは1989年にソブリン債務問題に関しlending into arrearsに関する方針を定めた。それ以前は、民間債権者への支払い遅延は認められていなかった。1980年代の債務危機発生時、IMFが融資プログラムを合意する際は、民間債務に対する支払い遅延が現在のみならず、プログラムの期間を通じて存在しないことが前提とされた。但し、銀行債権者の大多数（critical mass）がIMFプログラムに基づく債務の再編に応じることが条件とされた。

1989年に導入されたlending into arrears政策に基づき、商業銀行に対する一時的な支払い遅延を容認しない条項が修正された。銀行債権者への支払い遅延があっても一定の条件が満たされれば、加盟国の経済プログラムを支援するために、IMFが加盟国へ融資を実行することが認められることになった。その条件とは、加盟国と銀行債権者が誠意を持って債務再編交渉を行う意思があるとの確証が得られることであった。

1999年の改定により、債務国政府の対外債務支払い遅延に対するIMFのlending into arrears政策の適用範囲は、債券へと拡大された。また、その改定において、lending into arrearsを実行するために必要な条件として、（1）加盟国の経済調整プログラムの完遂のためにIMF支援が不可欠であること、（2）加盟国が債権者との間で協調的な合意に達するべく誠意ある努力（good faith efforts）をしていることが挙げられた。

2002年には、実質的な対話の形式は債務者と債権者に委ねられることとしながらも、債務者は以下の行動をとるように期待するとした。

- （1）債務国が自国の債務が持続不可能と判断した際は、速やかに民間債権者と対話を行う。
- （2）秘密文書を除く関連情報を全ての債権者と適時に共有する。
- （3）早い段階で民間債権者に対し債務再編の戦略と個別の再編手法の骨子に付き説明する機会を設ける。

---

<sup>4</sup> 債券の債務返済条件を変更する必要がある場合、CACが債券の発行条件に盛り込まれ、予め定められた定足数以上の同意が得られれば変更することができる。CACが導入されたのは、IMFが国家債務SDRM構想を退けると決定された2003年である。

更に、民間債権者が投資家を代表する諮問委員会を適時設置した際には、以下の追加的な指針（原則）が適用されるとした。

- ( 1 ) 債権者を代表する諮問委員会との交渉の全体的な枠組みを確立する。
- ( 2 ) 必要に応じて諮問委員会と秘密の情報を共有する。
- ( 3 ) 諮問委員会を代表する民間債権者は、交渉期間中訴訟を一時的に行わないことに同意する。
- ( 4 ) 債権者が起用する法律顧問やファイナンシャルアドバイザーにかかわる妥当な費用は債務者が負担する。

IMF は、債務交渉はあくまで債務者と債権者との間の交渉に委ねられるべきものであり、債務再編交渉に関与すべきではないと一貫して主張してきた。IMF は民間債権者と同様債権者の立場にあるが、慣行として優先弁済権を有しているため民間債権者に対し優位にある。IMF は債務国の経済を適切なマクロ経済政策を通して支援し、加盟国が債務危機に陥ると最後の貸し手（lender of last resort）として支援する立場にある。加盟国が金融危機に陥った際は、当該加盟国の経済に関して最も精通した経験豊かな機関として、危機の解決を支援する最適な立場に位置している。IMF は lending into arrears によって債務問題解決の指針を確立しているのであるから、債務交渉へ参加することによってそのような指針が実行に移されるよう積極的に関与すべきであると考えられる。

#### 4 アルゼンチン債務問題の現状と IMF の役割

2001 年 12 月に債務不履行に陥って以来アルゼンチン債務問題は以下の通り推移した。

2001～2002 年： 政府は経済危機や政局混迷が深まる中で、国内債務の再編を 2001 年 12 月までに終了したが、対外民間債務の再編には失敗し、同年 12 月末の対外支払停止となった。その後、2002 年末から翌年初にかけて政府代表者が米・欧・日で債権者との会合を持ったが国内で政治的なコンセンサスを得ることが困難であったため具体的進展はなかった。

2003 年： 5 月キルチネル政権の成立後、アルゼンチン政府は 6 月に債権者諮問グループ（Creditor Consultative Group）を組成しそのメンバーとして米・欧・日の金融機関を指名したが、債務交渉は一切行われなかった。9 月 20 日、IMF はアルゼンチン政府に対する期間 3 年のスタンドバイ融資 133 億ドルを承認した。その 3 日後の 9 月 23 日、アルゼンチン政府は、ドバイにおける IMF 年次総会において、民間債務 810 億ドルの元本 75% の債務削減案を一方向的に提示した。民間債権者グループはドバイ提案を即座に拒否した。

2004 年： 世界各国のアルゼンチン債券保有者グループは、今年 1 月に Global Committee

of Argentina Bondholders (GCAB) を組成した。GCAB は、債務不履行となった債券のうち海外で保有された債券の 75% に相当する 380 億ドルの債券保有者を代表している。債券保有者は、およそ 50 万人に上る個人と 100 以上の機関投資家、銀行、共同組合、委員会からなる。GCAB はアルゼンチン政府に対し再三にわたり債務交渉を申し入れてきたが、今日まで実現していない。本年 6 月 1 日、アルゼンチン政府は、近い将来、債務不履行債券と交換する新債券 (exchange offer) を発行するために必要な手続きを進めると正式に発表した。Exchange offer の条件は、名目の債務削減率を 75%、債券の期間を 30~42 年とした。アルゼンチン政府は 6 月に年内に exchange offer を行うために必要な書類を SEC へ登録した。

上記の一連のアルゼンチン政府の動きは、IMF が定める lending into arrears 政策に沿ったものとは考えられない。第 1 に、アルゼンチン政府は、債権者と協調的な合意に達するための誠意ある努力をしていない、第 2 に持続可能な債務に関する前提条件を含む情報を民間債権者へ提供していない、第 3 に債権者委員会の組成を認知していない、からである。こうした状況下では、IMF だけがその加盟国に対し断固たる行動を取ることが出来る。

アルゼンチン政府に対するスタンドバイ融資に関連した IMF の最近の対応につき、民間債権者の視点から以下 3 点を指摘したい。

#### ( 1 ) IMF のスタンドバイとアルゼンチンの一方的な提案

アルゼンチン政府が IMF によるスタンドバイ承認を得てから、直ちに一方的な債務削減案を提示した事実に対して疑問に思われることは、IMF とアルゼンチンとの間で民間債務問題に関しどのような合意に達していたかである。2003 年 9 月 10 日付の IMF 宛の letter of intent において、アルゼンチン政府は「民間債務者と協力的な対話をもち、全ての民間債務者グループに対し公正かつ公平な行動をとることによって、最終的な民間債務再編における高い参加率が確保できる」と信じると記している。lending into arrears 政策の考え方に立脚すれば、IMF は、債務国が民間債権者と協調的な合意に達するべく誠意ある努力をするとの明確な見通しからスタンドバイを合意したと民間債権者は理解したが、実際はそうにはならなかった。

#### ( 2 ) IMF の第 1 回レビューによる IMF スタンドバイの支出の承認

本年 1 月に開催された IMF の理事会は、スタンドバイで定められた第 1 回のレビューを行い、スタンドバイに基づく 3 億 3,400 万ドルの支払いを承認した。この決定は、アルゼンチン政府が約束した民間債権者との交渉開始の見通しが無いにもかかわらず行われたのである。lending into arrears 政策が厳密に適用されていれば、第 1 回レビューは承認されなかったであろう。

### (3) 第2、3回レビューと今後の対応

本年3月に行われた第2回レビューでは、アルゼンチン政府がスタンドバイ上のマクロ経済運営にかかわる条件を満たし、また letter of intent によって GCAB を含む民間債権者との交渉を約したので、IMF は支払いを承認した<sup>5</sup>。第3回レビューは当初6月に予定されていたが、基礎的財政黒字の2005年度目標などスタンドバイに定められたマクロ経済上の目標を満たしていないこと、およびアルゼンチン政府の第2回レビュー時の約束にもかかわらずその後も民間債権者との交渉が一切行われていないことから年末まで延期された。

IMF とアルゼンチン政府との間が微妙な関係にある中で、ロドリゴ・デ・ラト IMF 専務理事は去る8月31日ブエノスアイレスを初訪問し、キルチネル大統領と面談した。IMF の新聞発表によると、ラト専務理事は、国民のための持続的な経済成長と貧困撲滅に必要な新たな投資を呼び込むために、「特に重要でありかつ相互に関連する2つの事柄がある。それは、アルゼンチンの民間債権者に対するソブリン債務を総合的に持続可能な水準に再編すること、及び中期的な財政の枠組みを維持することである。」と述べた。この点は IMF の加盟国政府に対する適切な要請である。また、新聞報道によれば、専務理事は exchange offer の成功に必要な民間債権者の高い参加率に言及したと伝えられている。この点はアルゼンチン政府が進めている exchange offer の帰趨に重大な影響を与える問題である。

## 5 結論

新興市場国は先進国を上回る経済成長を遂げており、その資金需要は依然強い。金融のグローバル化が進むにつれ、ネット民間資金フローは拡大を続けると予想される一方、近年、ネット公的資金フローは縮小傾向にある。また、新興市場国政府は国内プロジェクトに必要な資金の調達を引き続き国際資本市場に依存し続けるであろう。こうした状況下、新興市場国にとって国際金融システムの強化、特に金融危機の予防や解決の分野は重要である。

民間債権者の視点からは、IMF 加盟国が金融危機に陥った場合の解決策として以下の3点が必須である。まず第1に、IMF によるサーベイランス及びスタンドバイのコンディショナリティに支えられた、強力な IMF プログラムの存在が不可欠である。第2に、対外債務問題の解決のために、債務国と民間債権者あるいは債権者を代表する諮問委員会との間で適時、建設的な交渉が行われる必要がある。第3に、債務国と民間債権者の代表との間で合意された再編案を成功させるためには、債権者の super majority の参加により承認される必要がある。

これら3点を実施するためには、次の2つの条件を満たす必要がある。第1に、新興市場国経済に関する透明性の高い情報が適時に債権者へ提供されることが必要である。第2に、秩序あるソブリン債務の再編を遅滞なく促進するために IMF は lending into arrears 政策を更に拡充し、共通の包括的な指針を定める必要がある。この点で、IMF は IMF 加盟国

及び民間代表との 3 者協議を行うべきであると考え。その指針は市場に基づくものでなければならぬが、2002～2003 年にかけて論じられた IMF の提案による SDRM や、その後関係者間で議論されてきた債務再編問題に関する関係者の行動規範 (code of conduct) に関する議論は参考になるであろう。

IMF は、民間債権者、債務国いずれにも偏しない中立的な立場にある国際金融機関である。このような立場から、IMF は加盟国の債務再編問題を綿密にモニターするとともにその交渉のプロセスに活発に参加し、必要に応じて IMF が設定したガイドラインに基づいた断固とした行動をとることによって、国際金融の安定維持という目的を達成すべきであろう。

Copyright 2004 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)  
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.  
Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422  
〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2  
電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422  
e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
URL: <http://www.iima.or.jp>